

山口博教著『ドイツ証券市場史—取引所の地域特性と統合過程—』

(A5 版、Ⅷ+298 頁。北海道大学出版会、2006 年)

高橋 俊夫

はじめに

2006 年 7 月、ニューヨーク証券取引所は、ユーロネクストとの統合が合意したことを明らかにした。正確には、ニューヨーク証券取引所グループと称されているニューヨーク証券取引所株式会社とパリ、アムステルダム、ブリュッセル、リスボンの証券取引所を傘下に持ってユーロネクスト市場を開設している欧州多国籍取引所、こちらも株式会社形態をとっているが、その双方の経営統合である。大西洋を飛び越えての証券市場の合併である。それは明らかにこのところ進展している経済活動の分野で展開しているグローバル化の一つの証左であるとみることができる。たしかにここ数年をみても証券取引所の合併劇は繰り返されていた。なかでも一番積極的に動いていたのはスウェーデン、ストックホルムの証券取引所であったろうか。そこではロンドン証券取引所との合併が、さらにはドイツ、フランクフルト証券取引所との合併話もあった。EU 域内でのパリ、アムステルダム、ブリュッセルが統合してのユーロネクストも国境を越えた統合であった。それにいつのまにか、スペイン、リスボンが一緒になっていた。私は「拡大」と「深化」を続ける EU 市場統合、それは 2005 年 5 月には 25 ヶ国にまで及び、2007 年にはさらにブルガリア、ルーマニアが加盟して 27 ヶ国が予定されているが、市場統合の大きな結末の証しはここでも証券取引所の市場統合にあるとみていた。したがって今後進むのは EU 域内での、統合した市場での証券市場の合併こそ進展するにちがいない。これとてハーモニゼーション（調和化）の一つとみていた。さらに進んだ、それを飛び越えてのグローバル化の進展である。情報化の進展がそれを可能にしていることは勿論であるが、それ以上に金融の分野にあっての動きがそれほど速やかに地球をまわっていることでもあろう。

それ以上に早急に求められているのはこうした証券取引所相互に共通するルールづくりではないのか。今日その実現が何よりも求められるのではないのかといたい。

現代企業が今日見るような隆盛をみているのはそれが何よりも株式会社形態をとって発達してきたことに起因している。ビジネスの分野にあつての取引、決済がモノやサービスの見返りにいつも現金で処理がなされるのであれば、おそらくビジネスもさほど問題をかかえることなく公正に取引が行われていたにちがいない。商談が成立した時点でいつも公正な取引で処理されるわけではない。どうしても時差が生ずる。より直接的、具体的であればあるほど、当事者同士の“信用”に、人間に信用をおいて取引がなされ、決済がなされてきていたのではなからうか。合名会社、合資会社、さらには株式合資会社が“人的会社”と称される理由は、何よりも信用の基礎がそこでは直接業務にかかわっている人の、その生身の人間の信用にかかっており、貸借関係が生じて、それらの会社の保有する資金で支払ってもなお不足するときには、その当該の人間が、自分の持つ個人財産であるいは労力をもってしてもとことん、何処までも支払う責任がある、これがここでの無限責任の意である。それに対して有限会社、株式会社は資本に信用の基礎をおいた、直接業務に携わる人間とはかかわりなしに、資本の多寡こそが支払い能力、その責任の限度を明示しての資本会社である。細分化された資本の一片を与えられた株式、それを証券化し、それを市場で売買することによって、つまり、現代企業＝株式会社は何よりもこの市場で、市場を通じて、証券市場を通じて全く見ず知らずの者がその株式を入手しうる、また手放すことができる、というこの市場性をもつことによってその発達をみえたことはいうまでもない。資本主義経済体制の発展がこの株式会社の発展によっているとみるならば、それはとりもなおさず証券市場の発達と相まって進展してきたことをみなければならぬだろう。

国際化、グローバリゼーションの進展するなかにあつて急転回する現状や今後にわれわれの目は向いがちであるが、少し落ち着いてそれでは一体これまでどういう歴史をたどってきたのか、それも大事な、意義のある研究ではなからうか。

この度、その一端をうかがい知ることのできる貴重な一書が公刊された。それが『ドイツ証券市場史—取引所の地域特性と統合過程—』である。著者は山口博教（北星学園大学教授）氏である。証券市場の状況について概観する研究はあっても、市場史を取り上げた研究はこれまでなされていたのであろうか。明らかに類書の少ない貴重な研究であると思われる。関心を持ちこそすれ、私にとっても決して専門分野ではない。だが、関連する分野として教えを乞いながら、できれば若干の評を加えることができればと思う。ここで取り上げたい。

二.

本書の目次は以下によって構成されている。

序 章 ドイツの証券市場

- 第1章 国際債券市場としてのフランクフルト証券取引所
- 第2章 中央資本市場，ベルリン証券取引所の生成
- 第3章 中央資本市場，ベルリン証券取引所の展開
- 第4章 中央資本市場，ベルリン証券取引所の崩壊
- 第5章 西ドイツの連邦制資本市場
- 第6章 統合資本市場としてのドイツ取引所株式会社
- 第7章 ハンブルク証券取引所の歴史特性

州レベルを中心とした地域経済を中心に発達してきたドイツの市場経済。その資本主義化のプロセスにあっても、明らかにその影響は証券市場の地域性にもみることができる。それぞれが商品取引と一緒にあって発達してきたドイツの連邦制国家はその統一をみた後でも、決してその歴史がたどった軌跡は単純ではない。普仏戦争を経験する（1870年）、そして第一次世界大戦、第二次世界大戦、しかもその戦間期にあっては、ナチス期という異常な時期をも経験する。そして第二次大戦後、東西ドイツに2つに分断され、証券市場についてみれば東のDDR、ドイツ民主共和国は証券市場を否定した計画経済を唱えた体制であった。その体制も崩壊。西ドイツとの再統合をみる。1991年10月3日である。加えて、そのうえにEU化が進展する、2002年には8ヶ国に共通通貨ユーロが登場するのである。証券市場の歴史は明らかにこうした近代から現代にかけてのドイツの経済の発展を色濃く残している。その裏面史まで含む歴史を持っているとみることができるのではないのか。本書は著者が文献を通じてのみならず、直接出かけて実証につとめた成果であることにも貴重な研究であるとみたい。

目次を追ってみただけでもドイツの取引所（Börse）の持つ地域的特性を色濃く残しながら市場経済の発展過程での状況をうかがい知ることができるのではないのか。国際債券市場としてのフランクフルト証券取引所（第1章）。敢えて問えば、何故著者は最初から国際的な関連を問うのか。何故フランクフルトなのか。何故後進国型資本主義の典型ともされるドイツにあって、証券市場としてのフランクフルトが注目を浴びたのか。市場の動向はその発達の当初にあって何よりも空間的、地理的条件に制約される部分がきわめて高い。それはおそらくいづれの地にあって共通であろう。フランクフルト、正確にはフランクフルト、アム、マイン。このマイン河流域に位置するフランクフルトはヨーロッパ大陸の中央に位置している。加えて

かつての交通手段として大量輸送を可能にした舟運の発達と結びつけば大陸の大河、ライン河と結びついている。いやそれだけであったのであろうか。ドイツ証券取引所をみていく場合、注意すべきことの大きな特徴は、取引所（Börse）が単に証券からなる取引所だけでなく商品取引所と一つになって発達してきたことがあげられる。すでに100年余さかのぼる1890年代にM.ウェーバーがその著「取引所」（中村貞二、柴田固弘訳、1968年、未来社）の中で次のように述べている。「取引所で取引の対象となっている商品を仔細にみてみよう。商品はふつう二大グループに分かれている。『生産物』すなわち狭義の商品、これがひとつ、いまひとつは、貨幣ならびに手形、『株式』および債券、このようにあげることでできる各種有価証券でもある。取引所は『商品取引所』と『証券取引所』とに分けられる。…同一場所で営業でき、同一組織で営業できる。」（前掲訳書、11頁）そして商工会議所に併設されるようにして発達してきたのがドイツの取引所である。さらに山口博教もここで指摘しているようにドイツのユニバーサル・バンクシステムの下では証券業務にかかわるのが銀行であったこと、さらに取引所の中での仲介を業務とする才取会員が個人銀行業者であったことをみている。

フランクフルトがドイツの金融の中心となっていた経緯について著者、山口博教は次の点を指摘している。「…この都市は、中世の神聖ローマ帝国の自治的自由都市であった。市の参事会は、経済活動を行っていた都市貴族層によって担われていた。彼らは都市商工会議所を基盤に結集し、狭い範囲ではあったが、国内外にまたがる血縁、閥閥関係を構成していた。また、ユダヤ教徒が中世末期以来この地に定住していた。彼らは繰り返される迫害と都市住民との軋轢、他方での税金等での金融的貢献という状況のなかで、15世紀中盤にはユダヤ人はゲットーに押し込められ、制約された生活を強いられた。しかし、経済・金融活動では抜き難い影響力を築いていた。」（同書、5頁）それは80%近くをも握っていたこと、その典型がフランクフルトの商人、ロスチャイルド（ロートシルト）であろう。今日にあってはドイツのみならず、ヨーロッパ、EU域内にあっての中央銀行を何処にもっていくか争った時、結局は、フランクフルトにおちついたことを思えばその歴史をも想起するのではないのか。近代化をいち早く成し遂げたオランダ、その金融の中心がアムステルダムにおかれたものの、その後を継承していったのがフランクフルトであった。ドイツの統一、戦争、敗戦、分断、さらには再統一を経過するなかでベルリンと往きつ戻りつすることになるが、今日ではフランクフルトを中心にひとまず展開していることをみなければならないであろう。

何よりも州自治の強い分権制を基盤に国家の成立をみるドイツは、地域性をしっかり形成したうえに政治・経済活動が行われてきていたことをみておかなければならないであろう。したがって、各地に点在する取引所の数も30余を数えて、統合化をもみていく。まさにそれは今日においてみればEUの縮図にもたとえられるのではないのか。経済圏の拡大、統合は、思え

ば明らかに取引所の統合であり、それが市場統合の証しではないのか。

ドイツでは企業形態が、それぞれが比較的企業規模に応じて発達してきたこともあって、大企業向けの株式会社もその絶対数においても少ない。それでも1990年の2,685社に対して、2002年には14,741社を数えていることをみればこのところ増加していることは明らか。それでも上場会社は1998年で637社である。(同書12頁、表0-3、参照) 東証1部、約1,700社、1、2部合計約2,200社と比べてもその数は決して多くはない。

第1章では国際債券市場としての性格を色濃く残していたフランクフルト証券取引所について取り上げている。場所としてはフランクフルトのショッピング・センターが集中しているハウプトヴァッヘ(Hauptwache)に近い街の中心部に位置している。この証券取引所の歴史的特質について著者は次の点を列挙している。

- ① 株式業務以上に、債券業務の比重が大きい。
- ② かつての(第二次大戦以前の)ベルリン証券取引所と比べ投機活動が弱く、市場全体として安定性志向が強い。
- ③ ベルリン証券取引所ほどではないが、ドイツの一定領域内である程度の中央資本市場をもあわせもっていたこと。
- ④ はかの取引所とも共通するが、ユダヤ教徒(以下ユダヤ系とする)の業者、個人銀行家(Privatbankier)および公定マークラー(Kursmarkler)、証券仲介業者(Konmissionär)の活躍が顕著であったこと。(同書、24-25頁)

証券市場、証券取引所の初期の姿を思い浮かべたとき、われわれは南海泡沫会社に揺れたロンドン証券取引所やチューリップの取引、黒いチューリップで株式の高騰をよんだかつてのオランダ、アムステルダムの高騰性の高い市場を例にみるのであるが、決して当初より株式が取引の主流でなかったこと、利子率なみのというべきか市場全体が安定性志向の強かったことなどは今日証券市場の本質を考える場合にも注目すべき点であると思われる。今日ではたしかに証券市場といえば株の売買、株式の高騰、下落、さらには新規株式公開、キャピタル・ゲインの取得、M&A、敵対的買収など投機的要素が大寫しに取り沙汰される部分が多いことを思えば、なおのこと注目すべきではないのか。著者はここで次の言及も取り上げている。「資本家を育てたのは、企業利潤だけではなく、利子生み資本であった。また、古い富が確定有価証券という伝統的投資を優遇した。フランクフルト、ブレーメン、フランスの地方商業諸都市は株式よりも、債券を好んだ。株式はライン周辺、ベルリン、パリでは非常に急速に巨万の富をもたらしたのであるが。」(同書、25頁) 確定有価証券。巨万の富をつくりあげたのも証券市場である。それは否定しない。しかし、大きな流れ、業務の中心として「債券(公社債)」(同書、25頁)があったことはやはり注目しておくべきではないのか。健全な証券市場の在り方

について、何を考えるのかと問われれば、それは明らかに一つの解答ではないのか。「すでに1600年にはメッセはそのピークを迎えた。」（同書、29頁）それは活発な経済活動の証しでもあった。ヘッセン州フランクフルト。さらにいえばヘッセン伯ウィルヘルム九世とロスチャイルド。カッセルに居城を持つこのウィルヘルム九世は封建諸侯の中でもビジネスに長けていたとされている。侯自身が資金を保有し、貸付けた。なかでも注目することは傭兵制であり、この傭兵を他の国へ供給したのである。アメリカの独立戦争の時、イギリスが送り込んだのもこの傭兵であったとされている。19世紀中葉以降の一時期、「この時代は、ロートシルト家の全盛期を誇った時代である。」（同書、39頁）この時期の欧州大陸全域さらには植民地にまで及んで敷設が進んでいく鉄道。そこに投ぜられた資金の調達源としての鉄道債券であった。それに銀行の創設が続く。

「ドイツの証券取引所、とくにフランクフルト証券取引所では圧倒的にユダヤ系の個人銀行および証券業者の影響下にあったことがうかがえる。」（同書、50頁）19世紀後半、210の業者の87%もがユダヤ人の業者から成っていたのだ、とも述べている。そしてフランクフルト証券取引所のこうした状況のなかでつくり出した特徴の大きな一つが市場での安定性指向にあったことを山口博教はここで結んでいる。

イギリスに遅れて後進国型の典型としてのドイツの資本主義は、その上昇期を1870、80年代に持つ。「1870年の独仏間での戦争、71年のドイツ帝国の建国およびこの年の春から73年春までの熱狂的創業ブーム、そして75年のライヒスバンクの創設の背後で、フランクフルト証券取引所は、それまでの個性を失うことはなかった。」（同書、41頁）その中心は国際業務と債券中心の市場であった。

第2章では、中央資本市場と呼んでベルリン証券取引所の推移をここでも丁寧に追っている。1989年11月9日ベルリンの壁は崩れ、翌1990年10月3日ドイツは東西分裂の状態から再統一するところとなった。再統一をみてからもすでに16年を経過した。2006年10月3日、奇しくもフランクフルト空港から日本へ戻る帰途となった。IFSAM（経営学会国際連合）の第8回大会が9月28、29、30日と3日間ベルリン自由大学ダーレムの校舎で開催、それに参加しての帰途である。だが、1974年4月からのほぼ1年間、ツェーレンドルフの東西を分けた境界沿いの金網から50mも離れていない処に住んでいたこともあって、今回改めてその近くにまで行き、新たな感慨にひたったこともたしか。いや横道に逸れることはよそう。中心駅が装いを新たにしたようにベルリンの町も明らかに様相を変えた。たしかに首都機能はベルリンに移った。FU（ベルリン自由大学）のゲストハウスとして3ヶ月近く、2度に及んで滞在した建物が、ある国の大使館になっていた。外見は全く変りなかったのだが。

ベルリン時代の中心は明らかにドイツ帝国の成立から1945年まで、いやナチス登場までで

あったというべきであろうか。明らかにドイツ資本主義興隆期の中心であったというべきであろう。山口博教は慎重に言葉を選びながら中央資本市場・ベルリンについて述べている。「第一には、ベルリン取引所が第二次世界大戦終了まで、数量的には取引売買等でみてもドイツ帝国内では中心的役割を果たしていたことである。」(同書、61頁)のみならず市場での相場の形成にも、さらには決済制度や上場規制などについてもベルリンが主導的役割を果たしていたのだ、と。(同書、61頁参照)

「…ベルリン取引所は、フランクフルトとは対比的に株式取引、とくにドイツ鉄道株の投機によりその最初の成果を上げてきている。」(同書、63頁) 1835年、ニュルンベルクとフルトの間に最初の鉄道が敷設されて以来、ドイツ全土への鉄道の敷設は及んでいく。ドイツにあっては鉄道業は19世紀のリーディング・インダストリーであった。それは株式会社としてのスタートでもあった。その株式がベルリン証券取引所の中心だったのである。

著者は、1870年のベルリン証券取引所に上場されていた株式・債券についての内訳を示している。

国内・国外の国債、95。鉄道優先株、社債、115。鉄道普通株・議決権付優先株60、銀行・工業株55。(同書、64頁)

その担い手は、「最初の大鉄道網が個人銀行業者のイニシアテブと金融出資のもとに建設された」(同書、65頁)のであった。名前が列举されている。シュタイン (J.H.Stein)、シャーフハウゼン (A.Schaafhausen)、ヘルシュタット (J.D.Herstaatt)、オッペンハイム (Sal. Oppenheim)、ベートマン兄弟 (Gebr.Bethman)、そしてロートシルト (ロスチャイルド、Rothschild)、さらにブライヒレーダー (S.Bleichröder)、メンデルスゾーン (Mendelssohn & Co.)

銀行が証券業務をも兼ねていたことは、一面において遅れて資本主義化した国が先進国に追いつくことを意図した工業化の促進剤であったこともみておかなければならないであろうが、次のような作用を持ったこともみておかなければならない。著者もそれは当時、すでにR.ヒルファーディング (Rudolf Hilferding) も指摘していたこととしながらも言及している。

- ① 株式投機は差益を取得し、さらに株式会社を支配するという『二重の機能』を持っている。
- ② 銀行は企業株を発行する際には、その価格調整を行っている。
- ③ 大銀行は取引所機能の一部を奪って、自ら証券市場となっている。
- ④ このため取引所の意義が後退してしまっている。(同書、80頁)

Allfinanz, All Financeの時代。グローバリゼーションに押されて、巻き込まれて金融機関は、証券も生保も損保も全て可能な業態へと突入している。おそらく浸透していく過程でとくに③

と④は危惧されるところではないのか、といたい。

19世紀末の取引所収入の比率をみると、ベルリン66%、フランクフルト12%、ハンブルク9%、その他にプレスラウ、ドレスデン、ライプチヒ、ブレーメン、シュツットガルトそれぞれ1%。(同書、83頁)これによって当時のベルリン証券取引所の位置がどうであったかは明らかであろう。

第3章ではさらにベルリン証券取引所の展開についてみている。いわば戦間期の状況についてである。その時期について「基本的には自由主義経済に基づいた経済運営が行われたものの、証券取引法発行以降の国家規制を引き継いだ経済体制」(同書、91頁)だった。その特徴を次にみている。

「第一には、信用銀行における株式発行業務が縮小したこと。第二に、証券売買業務、とりわけ先物取引業務が取引所外で行われるようになったこと。具体的には銀行間での内部市場において取引されるようになった。第三に、第一次世界大戦での国債販売を契機として、貯蓄銀行と信用協同組合も国債売買業務へ組み込まれた。この意味では、信用銀行についてユニバーサル・バンクへの道を進むこととなった。ただし、第一次世界大戦後の資本不足から、ユニバーサル・バンクは全体として株式に関する機能を低下させていた。」(同書、91-92頁)たしかにドイツは1870年の普仏戦争に勝利したことによって多額の賠償金を手に入れ、それが株式会社創設のブームをつくり、それが契機となって大きく飛躍したことも紛れもない事実。だが、第一次世界大戦で敗北するドイツは遂に多額の賠償金を払う側にまわるのだ。いやその前に戦争に入る前に戦費調達のための資金が求められ、税金が求められ、債券が発行されるのだ。「1914年9月から戦争の終結した1918年9月までに、9種類の戦争債が発行され、合計992億6,500万マルクの資金が調達された。」(同書、93頁)戦争が始まってしまうと、証券取引どころでないこともたしかた。ここでも閉鎖に追込まれる。だが、取引が全く停止してしまっただけではなく、銀行間では行われていた、と。疑似取引所 (quasibörse) という言葉さえ使われていた、と。(同書、94頁)

敗戦後に始まったインフレーション。それはことに歴史に例をみない異常なインフレでもあった。とくに1923年1月-11月期か。それが株式市場にどう現れたか。騰貴と投機を呼んだ手段と、ここで次をみている。「プレミアムなしの新株引受権の提供」、「ボーナス株 (Gratisaktie) の発行」、「プレミアムの利用」、「水増しされた株式資本」(同書103頁-104頁) ヒューゴー・シュティネンス (Hugo Stinnes)、オット・ヴォルフ (Otto Wolf)、フリードリッヒ・フリック (Friedrich Flick) らの企業家がこれらを利用した、と。(同書、104頁)それも1925年には破綻する企業も。だが、より一層証券市場に注目すれば、次のような変化もみてとることができた。「…実質価《Sachwert》が注目を浴びた。投資家は、はっきりと目に見

える資産である株式や鉱業会社の鉱山株《Kux》に殺到した。価値を確認できる土地、石炭からカリ塩、銅、鉱石にいたる鉱物資源、実在債権、とくに公社債はインフレで実質価値が失われ、この結果1919年以降証券市場では株式と資金が流入するようになっていた。（同書、102-103頁）

ここで著者はベルリンではないが、フランクフルトの証券市場が示していた指標を示している。「株式相場の指標は平和であった戦前の最後の年の数値《1913年=100》と比較すると1919年には105となり、1920年には205とほぼ2倍となった。1921年には432へ飛躍した。そして1922年には熱狂相場となり、2059へと上昇した。」（同書、103頁）フランクフルトの証券市場でもこの時期には債券を上回って株式の上場証券が1913年の13%から1921年には68%に及んでいた、と。（同書、103頁）1925年に株式会社数が13,000社を越える。（13,010社）これは戦前期にあっての最大である。1926年にはそれが12,343社、1927年には11,969社と減じている。ほぼこの期の上場会社数が26年917社。27年、872社。28年、883社となっている。（同書、104頁、表3-3b参照）

続く第4章は、その中央資本市場を保持していたベルリン証券取引所が、1929年秋のニューヨーク証券取引所での株価暴落の影響を受けて生ずる銀行の危機、恐慌、そしてナチスの全体主義国家体制の下で機能停止を強いられての証券取引所の崩壊である。加えて巨額の賠償金の支払い。だが、ここで山口博教も重要な点を指摘している。「ところでドイツの金融恐慌は、証券取引所への打撃を伴ったものの、アメリカのように取引所危機から発したわけではなく、銀行危機として出現した点に特徴があったといえよう。」（同書、129頁）

だが、状況が一変していくのはA.ヒトラー（Adolf Hitler）が政権奪取（1933年1月30日）以降のことである。「ナチスの政治・経済は、一言では統制経済と特徴付けられるが、統制それ自体が目的ではなく、軍備・戦時経済体制を構築し、その金融《軍事融資》制度を確立するためのものであった」と、（同書、135頁）山口博教は捉えたいとしている。敢えて異論はないのではないのか。さらに続ける「この体制は、賃金、商品価格、軍需企業への投資から、市中銀行、中央銀行制度改革、ハウスバンク制度、特殊な証券市場制度、外国為替などの金融の統制にいたるあらゆる経済分野に及んでいた。また、この体制は一挙に確立されたものではない。諸立法処置および具体的には機関責任者をナチスの幹部に置き換えることにより、浸透していった。」（同書、135頁）そしてその中には若干ではあれ、戦後に引き継がれていったものもあった、と。例えば自己金融体制、銀行法。さらには証券市場にもその影が及んでいたのだと山口博教はここで指摘している。

証券取引所とナチスとの関連で言えば、反ユダヤ主義を掲げたA.ヒトラーにとってほぼユダヤ人によって支えられているととっていた証券取引所自体が明らかに敵視されていたことは

いうまでもない。「そもそも証券市場の存在自体に対して、ナチスは嫌悪感をいだいていた。というのは「投機活動」、「金融資本」、「ユダヤ人業者」は唾棄すべき対象であったからである。」

（同書、142-143頁）そのかぎり、明らかにヘンリー・フォード（Henry Ford）とA.ヒトラーは足並みを揃えていたとみることができる。H.フォードもニューヨーク証券取引所への上場は拒んだ。そして一族で株式を保有することにこだわる。フォード社がNYSEに上場するのは1955年11月である。その時、ヘンリー・フォードは世を去っていた。

ナチスの体制がじわじわと真綿で締めつけていくようにして証券市場を機能マヒにおとしていくことについてもここで詳細に言及している。（同書、143頁参照）

中央資本市場としてベルリンが他の証券市場に対してこの時期に持っていた「先進性」と「模範性」（同書、155頁）にも着目している。

第5章は、敗戦、分割、4ヶ国占領を経験する戦後西ドイツでの連邦制資本主義市場として、いわゆる、社会的市場経済を唱導する西ドイツでの動向に分析の目を向けている。

戦後の日本が実質的にはアメリカによる戦後の占領、GHQ体制を経験するのに対して、西ドイツはフランス、イギリス、アメリカの3ヶ国管理を経験する。しかも首都ベルリンは東ドイツに浮かんだままのここでも3ヶ国管理の下での西ベルリンであって、首都機能を移すと同様に、金融の中心はフランクフルトに代っての出発となる。ここでの論述を山口博教は以下の3点に重点をおいて展開している。つまり、戦時経済は何をもたらしたか、連合軍占領政策の差はいったい何処にあったのか、そして、戦後金融体制の中での証券取引所の性格についてである。（同書、164頁）

「金融市場のなかでいちばん市場機能を奪われ、国家機能へと換骨奪胎されたのが株式市場であった。それはナチスのアンテゼミティスムス（反ユダヤ主義）の標的とされたためであった。価格形成機能が剥奪され、配当に対しても種々の制約が加えられていった。また個人銀行を中心とした証券業者のうちでユダヤ系業者は資産没収か他銀行への資産の委託のあとに、迫害され国外へ追放された。」（同書、171頁）

戦争が激しさを増せば市場が機能マヒに陥ること、それはこと証券市場とて例外ではない。政治上の争いが国家と国家の間で展開され、戦争に及ぶと経済活動とていかにもろいものか。有無をいわず制約は、規制は加えられていくのだ。それは1941年の配当支払い停止から始まった、と。新規発行への規制、有価証券の報告義務、価格統制令、相場停止制度（Kursstop-System）ときいていけば、明らかに市場機能は停止していたといつてよいのであろう。（同書、171頁参照）

複数国家による戦後の西ドイツでの占領政策はそれぞれが占領地域を分割し、支配したこともあって、足並みを揃えるのは容易でなかったこと、それは金融面についても全く同様であつ

たといってよいのではないのか。ここでも著者は文献を資料を丁寧に追いながら、なるべく正確に描き出そうとしている面を十分うかがい知ることができる。社会的市場経済体制と結びついて多く論じられているところでもあり、深く立ち入ることはここでは避けるが、ごく簡単に山口博教は要約している。つまり、「この復活した西ドイツの連邦制資本市場の特色は銀行を取引主体とした国内向けの債券市場であった。」(同書、226頁)それはかつての19世紀のフランクフルト証券市場の復活を思わせる、とさえ述べている。担い手こそ中心がユダヤ人個人銀行業者から銀行に変わったものの、債券中心、そして基調は安定志向にあったと説いているのではないのか。

第6章は、今日の、EU下における統合資本市場としての民営化を行ったフランクフルト証券取引所、ドイツ証券取引所株式会社の現状への着目である。副題に取引の電子化に伴う複合システムの導入とあるように、情報処理の一元化は、国内市場のみならず、さらにはEU域内、さらには広くグローバル化の及ぶところとなって、いづれにあっても取り組まなければならないテーマであることは否定しえない。のみならず、それにともなって証券取引所相互の融合化、合併を加速させているとみるべきではなかろうか。さらにドイツの証券取引所には、ここでのテーマにも知るように民営化(Privatisierung)の波が及んでいる。フランクフルト証券取引所を核に8ヶ所の地域取引所を統合して1993年、株式会社化に踏み切った。これは明らかに大きな変化である。その株式所有関係についても図示されているが(同書、247頁)山口博教も指摘しているように出資比率の80%を金融機関が握っている。さらに7ヶ所、デュッセルドルフ、ミュンヘン、ハンブルグ、シュトゥットガルト、ベルリン、ハノーファー、ブレーメンの地方に散在する地域取引所が出資する株式保有会社が10%を保有。才取会員に相応するマークラーが残りの10%保有となっている。今のところこの会社が上場するとは聴いていないが、いづれは考えているのであろうか。それよりも度々話題にのぼっているのは他の証券取引所との合併話である。私自身はEU域内での市場統合の経済面での統合化の大きなステップは証券取引所が共通化される、一本化することであるとみている。これによって市場統合の実質面は大きく前進するものとみている。EU域内での証券取引所のそうした合併、M&Aはこれまでも幾度かあがっていた。ユーロネクスト自体も一つのプロセスではなかったのか。スウェーデン、ストックホルムの証券取引所がロンドンの証券取引所と合併に向けて話し合いに入った、というこの種の話は幾度か出ている。一つには現実的なさし迫ったテーマとしての電子化がひき金であったことも否定できないのではないのか。電子化に多額の資金が必要だったこともある。電子化のメリットの一つに大量処理があることも事実。ならば開発にかかわって共通にしたならば、それが統合化を求めた側面のあったこと。情報の一元化である。現状にあってフランクフルト証券取引所が、東京証券取引所のように完全に電子化に切り替ったわけ

ではない。まだ立会場取引も残っているというが、2004年私が訪れた時にはすでに電子化が完全に行われていた。

著者は取引所の制度改革について1966年7月の「取引所制度改革案」以降、どうその導入がなされてきたかを追っている。「…ドイツにおける取引所の制度改革は1970年代から80年代にかけてゆっくりとではあるが、推進されてきた。この流れを一挙に加速する転回点となったのは、1985年前後であったことが確認できる。それは、まず先に述べたドイツ取引所連合会が、1985年11月の理事会で、組織改革を決めたことが重要であろう。この決定を受け、同連合会は、金融センターとしてのドイツ《Finanzplatz Deutschland》に向けた市場競争力強化と取引所の活性化を目指し、取引技術を含む超地域またE Cレベルでの諸問題へ取り組む体制を確立した。」(同書、240頁) 地域性の強いドイツにあっては、市場での取引、売買高はたしかにフランクフルトに集中してきており、何処の時点まで存続するかはやはり問われるところであろう。今日ではそれ以上に大きなうねりとしてE U域内での国境を越えた市場統合に向けての動きが進行していることにこそ目を向けるべきであろう。ここでも中央と非中央と対比して、著者はドイツの状況の中で岐路に立たされているテーマについて検討を加えているが、明らかに、状況はさらに一段進んでいるとみるべきではなかろうか。結論で、著者も「証券取引所の規模は、以後急激には膨らんでいない」(同書、258頁) 点に言及している。「したがって、これに飽き足らないドイツ銀行は、1995年にその投資部門の拠点をロンドンへ移してしまった。」

(同書、258頁) そのせめぎ合いの中でも活発な市場へと動きは向かうのではないのか。企業活動の国際化、多国籍化が進むなかで、市場、典型的な市場である証券取引所とてそれは例外ではないことを改めて知るべきではないのか。いや金融のグローバリゼーションが一挙に進んでいることを思えば市場相互の調和化、行きつく先は共通市場の形成であることも見えているのではないかといいたい。

第7章で、地域市場の一つハンブルク証券市場を取り上げている。「ハンブルク取引所は、商品取引所としては400年以上の歴史をもち、ハンザ同盟諸都市間の商業を背景としてさまざまな商品の取引を行ってきた。証券取引所が併設されたのは、1815年であった。」(同書、261頁) その歴史は400年以上、証券取引だけでもすでに200年近い歴史を持っている。そのモデルはアントウェルペン、アントワープというのであるから近代資本主義の端緒を開いたオランダにない、継承したのではなかったのか。だが、今日にあってはハンブルクを支えた産業の衰退、停滞もあって証券取引も停滞している状況は、「かつての活気を取り戻せるかどうかの瀬戸際に追い詰められている。」(同書、273頁) それは明らかに、今日の動きの中にあっては十分推測できるところといってよいのではなかろうか。

※

※

決して詳細にはいいがたいが、できるかぎりと思いつつ本書「ドイツ証券市場史」を概観してきた。何よりもきわめて地味な、しかしながら現実の経済活動、企業＝株式会社の活動をみる場合、不十分なその証券市場の動きについて、他国、ドイツのその動きについてこれほど丁寧に究明した類著はみなかったのではないのか。それだけでも著者のたゆまぬ努力に敬意を表したい。しかも単に文献を読みこんだうえでのというにとどまらず、自ら歩いて資料を集め、なるべく地についた研究をというその姿勢にも研究者として敬意を表したい。随所に立ち入った詳細な分析が加えられていることにも地道な著者の努力がうかがえるというべきではなかろうか。欲をいえば、第6章の統合資本市場にかかわる現状についてより立ち入った分析が、と望むところ。最大の関心事は現状と今後に向けられているのがEU域内、ドイツの証券市場ではないのか。はじめにもふれたように、市場統合の動きの中にはすでにEUの域外に及んで大西洋をまたいでの統合化の動きである。何よりも現実の動向に注目したい。しかし、われわれの側とて、特に歴史にかかわる者にはやはり歴史観が求められるのではなかろうか。いたづらに過去を黙々と取り上げているわけではないにちがいなかろう。それを口にしようがしまいが、歴史は現実から出発しているのではないのか。今日のかかえる問題をしっかりと受けとめ、その目を持ってわれわれは歴史に向かうのではないのか。したがって、結果としてそれが言外の言であっても展望を描いているとみるべきではないのか。おそらくこう推移するであろうという方向性が読みとれる、うかがうことができることをやはりわれわれは求めているのではなかろうか。敢えて注文をつければ、全体の構成からすれば何故最終章に一地域の局面に戻ってしまったのか。できれば1章と2章か、2章と3章の間かに入るべきではなかったのかといいたい。

証券市場の形成は明らかに市場の広がりによって依拠している。その市場が拡大の一途をたどってきたのが資本主義の発展であり、戦後60年余、ヨーロッパの動きの中にあっても今日のEUに結びつき経済統合の動きは、ベネルックス3国の動き、57年の6ヶ国によるローマ条約からみても「拡大」と「深化」は知るところであろう。25ヶ国、いや2007年にはブルガリア、ルーマニアが加わっての27ヶ国までもが予定されている状況にあって、ことに旧社会主義圏を経験した国々が市場化に巻き込まれていったとき、それは同様に証券市場についても問われるところであろう。とすれば、急がれるのはその証券市場の統合化をはかることではないのか。共通通貨、ユーロの導入が、今日旅をして明らかにヨーロッパの国々の国境のカベを下げた。同質化に向かう方向に大きく作用していることを痛感する。それはあの中で生活している人々はより一層身近かに受けとめているのではなかろうか。現実をより深く知ることに努めつつ、歴

史の目を持つことを大切にしたいと心したい。労の多い地味な研究に取り組み、われわれに多くのことを提示していただいたことに感謝したい。(2006年10月10日記)